



Rémunération des dirigeants et Performance financière: une étude française

Mohamed Khenissi

► To cite this version:

Mohamed Khenissi. Rémunération des dirigeants et Performance financière: une étude française. 2013. halshs-00834608

HAL Id: halshs-00834608

<https://shs.hal.science/halshs-00834608>

Preprint submitted on 17 Jun 2013

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Rémunération des dirigeants et performance financière : une étude française

Mohamed Khenissi*

Université Lumière Lyon 2- COACTIS

khenissi3@yahoo.fr

JEL : G3-J33

Résumé

L'objectif de cet article est d'estimer en France la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la création de valeur actionnariale. Il s'agit d'une réplique de la méthode de Jensen et Murphy (1990) dans un contexte institutionnel différent. Cette réplique nous permet de comparer des résultats français avec des résultats américains, ce qui est intéressant compte tenu des différences du contexte institutionnel, qui pourraient laisser anticiper des différences notables dans la politique de rémunération. Ainsi, en suivant l'argumentation politique de Roe (2001), on devrait s'attendre à une sensibilité des rémunérations à la performance encore plus faible en France qu'aux Etats-Unis. Selon nos résultats, la rémunération des dirigeants des sociétés cotées françaises est positivement liée à la richesse des actionnaires. En outre, et contrairement à l'hypothèse politique de Roe (2001), la rémunération globale des dirigeants français a un effet incitatif plus important que dans les entreprises américaines.

Mots clé : rémunération des dirigeants, performance de l'entreprise, sensibilité, social-démocratie

Abstract

The objective of this paper is to estimate in France the sensitivity of executive compensation at the shareholder value creation. It is a replication of the method of Jensen and Murphy (1990) in a different institutional context. This replication allows us to compare French results with American results, what is interesting considering the differences of the institutional context, what could let anticipate considerable differences in the compensation policy. Thus, by following the political argument of Roe (2001), we should expect a Pay-Performance sensitivity lower in France than in the United States. According to our results, the compensation of CEO of French listed companies is positively related to shareholder wealth. In addition, and contrary to the policy assumption of Roe (2001), the global compensation of the French CEO has an incentive effect more important than in the American companies.

Keywords: CEO compensation, Pay-Performance sensitivity, the social democracy

* L'auteur tient à remercier le professeur Peter Wirtz pour ses remarques et suggestions.
Les erreurs éventuelles relèvent de la seule responsabilité de l'auteur.

Introduction

En cette période de crise, la rémunération des dirigeants reste l'un des sujets les plus polémiques en matière de gouvernance des entreprises et qui suscite encore des interrogations. Plusieurs travaux sur la rémunération des dirigeants ont été menés dans le contexte américain et européen. La référence théorique adoptée par la plupart de ces travaux est la théorie de l'agence. Selon cette théorie, la politique de rémunération des dirigeants est considérée comme un mécanisme de gouvernance ayant pour rôle de résoudre les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires et d'améliorer la performance de l'entreprise.

Or, les résultats empiriques de ces études ne sont pas convergents, ce qui interdit la mise en évidence d'une relation claire entre rémunération et performance. A cet égard, plusieurs auteurs suggèrent de compléter la théorie de l'agence par d'autres perspectives théoriques. Dans ce sens, Jensen et Murphy (1990) proposent une explication de nature politique à l'insensibilité de la rémunération à la performance, à savoir l'acuité de pressions politiques exercées sur la détermination de la rémunération des dirigeants. Il est vrai que l'intervention du législateur a pour objectif de renforcer la transparence en matière de rémunération des dirigeants en diminuant le problème d'asymétrie d'information. Toutefois, cette intervention du législateur aurait entraîné un affaiblissement de la sensibilité de la rémunération à la performance (Jensen et Murphy, 1990).

Le présent travail a pour finalité d'estimer, en France, la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la création de la valeur actionnariale. Nous adoptons comme ancrage théorique la théorie de l'agence et procédons à la réplique de la recherche de Jensen et Murphy (1990), choisissant cependant un contexte institutionnel différent pour tester l'impact du changement de contexte sur les résultats.

Le choix du contexte français peut s'avérer intéressant pour trois raisons. Premièrement, peu d'études se sont intéressées à la rémunération des dirigeants en France. Ceci s'explique par le faible nombre de données disponibles jusqu'aux récentes évolutions en matière de gouvernance d'entreprise (Alcouffe, 2007). En effet, ces dernières années, les lois et les codes de gouvernance et de bonne conduite se sont succédés. Ainsi, la loi NRE du 15 mai 2001 oblige désormais les sociétés cotées à publier les montants attribués à leurs dirigeants y compris tous les avantages en nature ainsi que les stock-options. Cette loi a été complétée par la loi Breton du 26 juillet 2005 qui impose aux sociétés cotées d'insérer dans leurs rapports de gestion tous les éléments constitutifs de la rémunération des dirigeants : fixes, variables et exceptionnels ainsi que les critères les ayant déterminés. L'objectif premier de cette

réglementation est de renforcer la transparence, en incitant les entreprises à communiquer toute information en matière de gouvernance et en particulier la rémunération des dirigeants, afin d'éviter les exagérations injustifiées à cet égard.

Deuxièmement, le niveau de rémunération des dirigeants apparaît être particulièrement élevé. En effet, les rémunérations des grands dirigeants ont connu une hausse continue et forte depuis plusieurs années. Entre 1998 et 2004, le salaire moyen des dirigeants du CAC 40 a presque quadruplé (Proxinvest, 2005) : elle est passée de 0.6 millions d'euros en 1998 à 2.2 millions d'euros en 2004. Notons, toutefois, qu'en 2008 la plupart des dirigeants du CAC 40 ont vu leur rémunération diminuer de 14 % par rapport à 2007¹. Cette diminution qui s'est poursuivie jusqu'en 2010 est due essentiellement à l'abaissement de la part optionnelle (Proxinvest, 2009). Cette dernière ne représente en 2008 que 35% de la rémunération totale alors qu'elle était de 68% en 2001.

Troisièmement, Cordeiro et Veliyath (2003) signalent que les résultats obtenus sur la rémunération des dirigeants américains sont insuffisants et doivent être étendus et validés dans un contexte international afin de les généraliser. Ainsi, nous nous proposons d'étendre l'analyse de la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance des entreprises françaises. Ce contexte peut s'avérer intéressant dans la mesure où il présente des particularités en matière d'institutions de la gouvernance d'entreprise (La Porta et *al.*, 1999). Ces différences pourraient avoir des conséquences pour le lien entre la rétribution des dirigeants et la performance organisationnelle. Roe (2001) propose une explication de nature politique aux institutions de la gouvernance en place dans différents pays. Selon l'auteur, c'est la dominance d'une idéologie libérale qui expliquerait à la base l'existence et la persistance de la firme managériale aux Etats-Unis, avec l'ensemble des mécanismes que celle-ci requiert (rémunération incitative, marché du contrôle, conseil d'administration indépendant ...) pour gérer son haut potentiel de conflits d'agence. A l'inverse, dans les social-démocraties telles que la France, certains mécanismes de gouvernance adaptés au contrôle des coûts d'agence dans une économie libérale risqueraient d'avoir des effets contraires pour la part de valeur pouvant être captée par les actionnaires. Des formes de gouvernance alternatives vont donc être adoptées (entreprise à capital concentré), afin de permettre un contrôle direct par les actionnaires dominants, dans un contexte où les mécanismes incitatifs alignés sur la valeur actionnariale seraient inopérants. Ainsi, en suivant l'analyse de Roe (2001), on devrait

¹ <http://archives.investir.fr/2009/jdf/20090502ARTHBD00050-les-salaires-des-patrons-du-cac-reculent-enfin-.php>

s'attendre à une sensibilité de la rémunération à la performance encore plus faible en France qu'aux Etats-Unis.

Cet article est structuré en trois parties. La première partie résume la littérature fondée sur la théorie de l'agence et portant sur la sensibilité de la rémunération à la performance. La deuxième partie expose la méthodologie déployée. Cette dernière porte sur un échantillon de 91 dirigeants français pour la période allant de 2006 à 2010. L'analyse de nos résultats est présentée dans la troisième partie.

1. Revue de la littérature et hypothèses

Depuis 1925², les travaux sur la rémunération des dirigeants se sont multipliés. Ces études ont été menées principalement dans le contexte américain et font régulièrement référence à la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976). Pour s'assurer que les dirigeants effectuent leur prestation dans le meilleur intérêt des actionnaires, ces derniers exercent une surveillance qui peut se faire de façon directe ou indirecte. La politique de rémunération des dirigeants peut constituer une forme de surveillance indirecte qui vise à résoudre le conflit d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires (Gélinas, 2001), et par conséquent favoriser la maximisation de la richesse des actionnaires. La théorie de l'agence prévoit donc une relation positive entre la politique de rémunération des dirigeants et la performance organisationnelle. Toutefois, les études empiriques n'ont pas abouti à des résultats convaincants. A cet égard, et pour mieux éclairer le débat sur la rémunération des dirigeants, Jensen et Murphy (1990) conseillent de compléter la perspective économique (la théorie de l'agence) par d'autres approches théoriques, pour comprendre l'insensibilité de la rémunération des dirigeants à leur performance.

La plupart des recherches sur la rémunération des dirigeants ont longtemps été réalisées pour répondre à des problématiques de type économique, en se référant à la théorie de l'agence.

Dans ce contexte, la mise en place d'une politique de rémunération vise à réduire le conflit d'intérêts potentiel entre les dirigeants et les actionnaires, et par conséquent à améliorer la performance des entreprises (Barkema et Gomez-Mejia, 1998). La théorie de l'agence prévoit une rémunération qui sera contingente à l'amélioration de la performance et donc à une augmentation de la richesse des actionnaires, dans les contextes où le dirigeant possède la capacité à influencer cette performance. À cet égard, les premières recherches sur la

²L'un des premiers travaux sur la rémunération des dirigeants a été publié en 1925 par Taussig et Baker intitulé « American corporations and their executives : statistical inquiry ». *Quarterly Journal of Economics*, vol. 3, p. 1-15.

rémunération des dirigeants ont ciblé l'étude de la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance des entreprises. Notons toutefois que la plupart de ces études ont été réalisées dans le contexte américain. L'objectif de notre travail est d'étudier le contexte français qui se distingue par un contexte institutionnel fondamentalement différent. On tentera de savoir si cette différence a une incidence sur la sensibilité de la rémunération à la performance.

1.1. La sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance des entreprises

Selon la théorie de l'agence, la réduction des coûts d'agence nécessite la mise en place d'un système qui répond à la fois aux attentes des actionnaires et des dirigeants. Généralement, les actionnaires disposent de deux moyens d'action pour discipliner les dirigeants à savoir : le pouvoir de nomination et de révocation *ad nutum* des dirigeants et la mise en place d'une politique de rémunération incitative. Selon Barkema et Gomez-Mejia (1998), la rémunération des dirigeants peut motiver les dirigeants à prendre les décisions qui maximisent la valeur de l'entreprise (Finkelstein et Boyd, 1998). Plusieurs choix s'offrent aux actionnaires en matière de structure de rémunération. Au-delà du salaire de base, qui est la composante la plus utilisée, ils peuvent proposer des incitations à court terme (bonus) ou/et des incitations à long terme (stock-options). Les actionnaires ont donc intérêt à définir des « *packages* » de rémunération qui attirent et retiennent les meilleurs dirigeants, en supposant que cela augmentera la valeur de l'entreprise

Jensen et Murphy (1990) ont été les premiers à s'intéresser à la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise, qui correspond au « *changement en dollars de la richesse des dirigeants associée au changement d'un dollar de la richesse des actionnaires* » (Jensen et Murphy, 1990, p. 227).

Leur modèle se présente comme suit :

$$\Delta (\text{CEO Salary} + \text{Bonus})_t = \alpha + \beta \Delta (\text{Shareholder Wealth})_t + \varepsilon$$

Où β représente la sensibilité de la rémunération du dirigeant à la performance de la firme.

Sur un échantillon composé de 1688 dirigeants œuvrant dans 1049 firmes américaines, recensées dans les *Executive Compensation Surveys* publiés par *Forbes* de 1974 à 1986, Jensen et Murphy (1990) trouvent que chaque variation de 1000 dollars de la richesse de

l'actionnaire engendre un accroissement moyen de la rémunération des dirigeants de 3,25 dollars³ (en considérant toute rémunération c'est-à-dire salaire de base, bonus annuel, stock-options non exercées et le risque de licenciement en l'absence de performance)⁴, ce qui est peu incitatif selon les auteurs. Le travail de Jensen et Murphy (1990) a comme principal inconvénient la non prise en compte de la valeur des stock-options. Dans ce cadre, et afin de mieux mesurer la sensibilité de la rémunération à la performance, Hall et Liebman (1998) proposent d'intégrer la valeur des stock-options dans leur modèle. Les deux auteurs constatent que les importantes attributions de stock-options dans les années 1980-1994 (+682,5%) ont conduit à une très forte augmentation de la rémunération des dirigeants américains (+209% en moyenne), et surtout à renforcer le lien entre rémunération et performance. Comme chez Jensen et Murphy (1990), Hall et Liebman (1998) trouvent que le salaire de base et le bonus annuel ne sont pas étroitement liés à la performance boursière. Toutefois, en prenant en considération les stock-options, la rémunération des dirigeants devient plus sensible aux fluctuations du cours de l'action. Ainsi, une augmentation de la performance boursière de 10% a pour impact d'augmenter le salaire de base et les primes de l'ordre de 2,2% (soit une augmentation de 230000 dollars) alors que pour les stock-options, l'augmentation est de 1,25 millions de dollars. Hall et Liebman (1998) concluent que l'attribution de stock-options constitue un moyen efficace d'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires. Toutefois, cette forte sensibilité peut être expliquée par un marché boursier assez florissant durant cette période⁵.

Notons enfin que pendant ces dernières années un grand nombre d'études empiriques s'est développé autour du lien entre la rémunération des dirigeants et la performance organisationnelle. Toutefois, cette littérature qui s'est concentrée sur le contexte américain a fait ressortir des résultats contradictoires. Certains travaux trouvent une forte association entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise (Cordeiro et Veliyath, 2003). Alors que d'autres révèlent un lien faible, voire insignifiant (Barkema et Gomez-Mejia 1998; Bebchuk et Fried 2004). Quelques études ont examiné d'autres contextes, offrant ainsi un éclairage international, mettant en évidence des résultats contradictoires au test de la relation entre performance et rémunération. En effet Buck et *al.*, (2003), pour le contexte britannique,

³En outre, cette sensibilité varie selon la taille de la firme et le secteur d'activité. En effet, lorsque la richesse des actionnaires augmente de 1000 dollars, la richesse des dirigeants augmente de 8,05 dollars dans les plus petites entreprises contre 1,85 dans les plus grandes

⁴Cet accroissement était de 2 cents pour le salaire de base complété du bonus, de 75 cents pour la rémunération globale et 2,50 dollars de la valeur des actions de l'entreprise détenues par les dirigeants.

⁵Ainsi, l'augmentation de la valeur des actions de l'entreprise explique 98% de la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance de la firme.

et Haid et Yurtoglu (2006), pour le contexte allemand, trouvent une sensibilité particulièrement faible. Zhou (2000) confirme ce résultat sur des données datant de la période 1991-1995 et concernant 755 entreprises canadiennes. Ils trouvent que la sensibilité de la rémunération en espèces du dirigeant (salaire de base et bonus annuel) à la performance de l'entreprise est de l'ordre 0,0001, et elle passe à 0,00562 si on prend en compte les attributions des stock-options. Les résultats obtenus par Firth et *al.*, (2006), concernant le contexte chinois, s'inscrivent aussi dans la même lignée. En outre, Kato et Kubo (2006), en utilisant un échantillon de 51 entreprises japonaises observées entre 1986-995 obtiennent une relation statistiquement significative entre la rémunération des dirigeants et la performance.

Enfin, en ce qui concerne le contexte français, peu d'études se sont intéressées à la sensibilité de la rémunération à la performance des entreprises. Ainsi Albouy (2004) constate l'absence d'un lien entre la rémunération des dirigeants du CAC 40 et la performance réalisée.

Nous allons tester le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises en France.

Si la politique de rémunération est définie selon une optique d'augmentation de la performance financière et d'alignement des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires et en supposant que le dirigeant possède une grande latitude à influencer la valeur actionnariale, les hypothèses suivantes devraient être validées :

Hypothèse 1 : La variation de la rémunération en espèces est étroitement liée à la richesse des actionnaires.
--

Hypothèse 2 : La prise en compte de la valeur des stock-options augmente la sensibilité de la rémunération des dirigeants à la performance des entreprises.
--

Comme nous l'avons déjà signalé au début de ce travail, la plupart des travaux sur le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance organisationnelle ont été réalisés dans le contexte américain. Or, le contexte institutionnel et, partant, la structure de propriété des entreprises françaises diffèrent de ceux des entreprises américaines. En effet, en France, la propriété des entreprises est souvent concentrée contrairement aux Etats-Unis où elle est très dispersée. Ces différences institutionnelles peuvent engendrer des mécanismes de gouvernance aux caractéristiques différentes, si on considère que la gouvernance des entreprises d'un pays procède d'un système, où les différentes composantes (marché du contrôle, contrôle direct des

actionnaires, conseil d'administration, rémunération des dirigeants, ...) forment un tout cohérent. La rémunération des dirigeants fait partie de l'ensemble des mécanismes d'incitation et de contrôle. Il nous paraît donc intéressant d'analyser la sensibilité de la rémunération à la valeur actionnariale en prenant en considération la nature du contexte institutionnel et, notamment, de l'idéologie politique dominante qui le façonne (Roe, 2001).

1.2. La sensibilité de la rémunération à la performance selon le contexte institutionnel

Selon La Porta et *al.* (1999), dans les pays de l'Europe continentale, et contrairement au contexte anglo-saxon, la structure de propriété est marquée par une forte concentration de l'actionnariat (souvent une famille qui contrôle l'entreprise). A ce sujet, Broye et Schatt (2003) précisent que le principal actionnaire dans 402 entreprises françaises introduites en bourse entre 1986 et 2000 détient en moyenne 48,83% des actions. Par ailleurs, ils rapportent que 64,82% des firmes sont contrôlées par des familles contre seulement 14% disposant d'un actionnariat dispersé. L'actionnariat concentré, de par la possibilité donnée au propriétaire d'exercer un contrôle direct sur le dirigeant, mitigerait certains conflits d'agence et rendrait superflus, voire inopérants, certains mécanismes de gouvernance incitatifs. Roe (2000) propose une explication politique des différences observées dans les institutions de gouvernance d'entreprise aux Etats-Unis et en Europe continentale. Il s'appuie sur des travaux en sciences politiques qui mesurent le positionnement de différents pays sur une échelle du spectre politique, allant du libéralisme jusqu'à la social-démocratie. Pour l'auteur, c'est l'idéologie politique dominante du pays qui façonnerait fortement les institutions de la gouvernance. Ces dernières formeraient un tout cohérent qui affiche une forte dépendance de sentier. Dans le spectre politique, selon les études citées par Roe, les Etats-Unis se classent comme le pays libéral par excellence, ce qui expliquerait, entre autres, la prédominance et la forte acceptabilité sociale de la norme de maximisation de la valeur actionnariale. La France, au contraire, se classerait typiquement comme un pays plutôt social-démocrate, où l'intérêt social de l'entreprise l'emporterait sur le seul intérêt des actionnaires, en tant que critère d'acceptabilité sociale. Selon Roe (2001), « *les social-démocraties ne permettent pas de bien contrôler les coûts d'agence dans les firmes managériales, parce qu'elles n'acceptent pas que la maximisation de la richesse des actionnaires se fasse sans contrainte et que, par conséquent, en affaiblissant les institutions qui facilitent cette maximisation, elles confèrent un handicap à ce type de firmes.* » (Roe, 2001, p. 127). Cela serait lié à ce que l'idéologie

politique dominante dans un pays comme la France s'opposerait à faire de la valeur actionnariale le juge de paix de la bonne gestion des entreprises. Les mécanismes de gouvernance conçus pour réduire les coûts d'agence dans les économies libérales (marché financier facilitant des prises de contrôle hostiles, conseil d'administration actif et indépendant, rémunération incitative, ...) seraient donc inopérants dans un pays comme la France. Ainsi, en suivant l'analyse de Roe (2001), on devrait s'attendre à une sensibilité plus faible de la rémunération en France qu'aux Etats-Unis. En effet, le droit français « *ne recommande pas la norme de maximisation de la valeur actionnariale ; il demande au contraire aux administrateurs d'administrer la firme en fonction de l'intérêt général* » (Roe, 2001, p.153).

Hypothèse 3 : La rémunération devrait avoir un caractère plus incitatif (c'est-à-dire davantage aligné sur la valeur actionnariale) dans une économie libérale comme les Etats-Unis que dans les social-démocraties, telle que la France.

2. Méthodologie

La réplication de la méthode utilisée dans les travaux fondateurs est recommandée afin d'assurer la comparabilité de nos résultats, obtenus sur données françaises. Ces données sont accessibles depuis relativement peu de temps seulement et ont fait l'objet d'un important travail de recueil de notre part. Les récentes évolutions en matière de transparence sur la rémunération des dirigeants permettent aujourd'hui de pouvoir mener à bien une telle méthodologie dans le contexte français, chose impossible il y a seulement quelques années par le manque de données. Adopter la même méthodologie que Jensen et Murphy permettra ensuite plus facilement d'attribuer d'éventuelles différences dans les résultats au contexte institutionnel plutôt qu'à des différences de méthodes.

2.1. La méthode de Jensen et Murphy

L'intérêt de ce travail est de compléter la littérature existante, principalement anglo-saxonne, en apportant des résultats issus d'un contexte différent, en l'occurrence le contexte français. En effet, Cordeiro et Veliyath (2003) suggèrent de répliquer les résultats obtenus à partir d'échantillons américains dans un contexte international afin d'avoir une théorie plus fine et généralisable de la rémunération des dirigeants. Une réplication est une reproduction substantielle d'un projet de recherche empirique déjà publiée afin de voir si les résultats

précédents peuvent être généralisés à d'autres populations, périodes, lieux géographiques,... (Hubbard et *al.*, 1998). Ainsi, nous procédons à la réplique de la recherche de Jensen et Murphy (1990). Notre choix s'est porté sur cette recherche dans la mesure où la sensibilité de la rémunération à la performance des entreprises est estimée de manière très précise. En outre, le choix du contexte français apparaît particulièrement intéressant pour réaliser cette réplique. En effet, ces dernières années, le monde des affaires a connu plusieurs scandales en matière de rémunération des dirigeants (affaire Breton 2005, Forgeard et Zacharias 2006, Morin 2009,...). Cette succession de scandales, sur fond de crise financière, a donné lieu à plusieurs vagues de réformes depuis 2001 (loi NRE, loi Breton, loi TEPA,...). Compte tenu de l'hypothèse politique de Roe et de l'hypothèse avancée par Jensen et Murphy, selon laquelle une forte intensité réglementaire sur fond de contestation sociale devrait conduire à diminuer la sensibilité des rémunérations à la performance, nous devrions *a priori* nous attendre à une sensibilité particulièrement faible dans le contexte français. L'échantillon de notre recherche a été constitué sur la base des entreprises appartenant à l'indice SBF 120 pour la période entre 2006 et 2010⁶. Toutefois, nous avons été amenés à supprimer les sociétés qui ne publient pas les informations concernant la rémunération de leurs dirigeants⁷, les sociétés dont l'exercice comptable ne s'étale pas du 01/01/N au 31/12/N et les sociétés en commandité par actions, car les gérants reçoivent un prélèvement statutaire attribué en fonction des bénéfices de l'exercice précédent.

Ainsi, notre échantillon final est composé de 91 sociétés, dont 35 appartenant à l'indice boursier CAC 40. Nous avons pu collecter les données complètes concernant les rémunérations sur cinq ans, sachant que, pour les périodes antérieures à 2006, il y a de trop nombreuses données manquantes.

2.2. Définition des variables

Étant donné que les variables de notre modèle sont identiques au travail mené par Jensen et Murphy (1990), nous avons retenu les mêmes définitions et mesures. Il s'agit de la variation de la rémunération en espèce (salaire de base et le bonus) à l'instant t « $\Delta(\text{CEO salary} + \text{bonus})_t$ » et la variation de la richesse des actionnaires à l'instant t « $\Delta(\text{shareholder wealth})_t$ ». Toutefois, nous avons introduit une nouvelle variable concernant le montant des stock-options

⁶ Ce travail s'appuie sur des données, qui ont été collectées manuellement dans les rapports annuels.

⁷ Bien que la Loi NRE (2001) ait rendu la publication des rémunérations des dirigeants obligatoire à partir de l'exercice fiscal 2001, nous n'avons pas pu retenir les années de 2001 à 2004 en raison de trop nombreuses données indisponibles.

attribuées au dirigeant. Ainsi, la variable « rémunération en espèces » correspond à la somme de la rémunération fixe et du bonus annuel. La variable « rémunération en stock-options » correspond à la valeur potentielle des stock-options attribuées au dirigeant. Depuis le 1 janvier 2005, les stock-options doivent figurer parmi les charges de l'entreprise selon la norme IFRS2⁸. Pour cela, plusieurs entreprises de notre échantillon ont procédé à valoriser les options attribuées et à publier le montant de cette évaluation dans leurs documents de référence. Toutefois, pour certaines entreprises, la valorisation n'est pas encore disponible. Afin de valoriser ces options, nous avons décidé d'utiliser la méthode de Black et Scholes (1973). Concernant la variable « rémunération globale », elle correspond à la somme de la rémunération en espèces et le montant des stock-options. A l'instar de Jensen et Murphy (1990), nous calculons les variations pour chaque composante de la rémunération :

- Rémunération en espèces

$$\Delta (\text{rémunération en espèces}) t = \text{Rémunération en espèces à } t - \text{Rémunération en espèces à } t-1$$

- Rémunération en stock-options

$$\Delta (\text{rémunération en stock-option}) t = \text{Valeur stock-options à } t - \text{Valeur stock-options à } t-1$$

- Rémunération globale

$$\Delta (\text{rémunération globale}) t = \text{Rémunération globale à } t - \text{Rémunération globale à } t-1$$

Ces variations sont ajustées par l'inflation. Enfin, la variable « richesse des actionnaires » représente la richesse des actionnaires à l'instant t. La variation de cette richesse est définie comme suit :

$$\Delta (\text{richesse des actionnaires}) t = r_t * V_{t-1}$$

Avec:

r_t : Le taux de rentabilité des actions à la date t, ajusté par l'inflation.

V_{t-1} : La valeur de l'entreprise (sa capitalisation boursière) pour l'année t-1.

Enfin, la variable « Pour.princp » correspond au pourcentage de droits de vote détenus par le principal actionnaire.

⁸L'objectif d'IFRS 2 est de spécifier l'information financière à présenter par une entité qui entreprend une transaction dont le paiement est fondé sur des actions. En particulier, elle impose à une entité de refléter dans son résultat et dans sa situation financière les effets des transactions dont le paiement est fondé sur des actions, y compris les charges liées à des transactions attribuant aux membres du personnel des options sur actions.

3. Résultats : une sensibilité plus forte en France qu'outre-Atlantique

3.1. Statistiques descriptives

Sur la période de 2006 à 2010, les dirigeants du SBF120 ont perçu une rémunération globale moyenne de 2169 K€ avec une médiane de 1600 K€. Elle se compose de 739 K€ en salaire de base, 741 K€ en bonus annuel et 689 K€ en stock-options. Il faut noter au passage qu'un certain nombre de dirigeants ne perçoit pas de rémunération variable, que ce soit sous forme de bonus annuel ou de stock-options. Au-delà de ces niveaux, on peut constater la grande hétérogénéité des rémunérations, en particulier pour les stock-options. En effet, la dispersion de ce mode de rémunération est très importante puisqu'il s'étend de 0 K€ à 19622 K€ (Tableau 1). Concernant la structure de propriété, nous observons que le principal actionnaire détient en moyenne 20,77% des droits de vote. Ce résultat confirme bien la particularité du contexte français, à savoir un regroupement du capital autour de quelques actionnaires (La Porta et *al.* 1999).

Tableau 1 : Statistiques descriptives

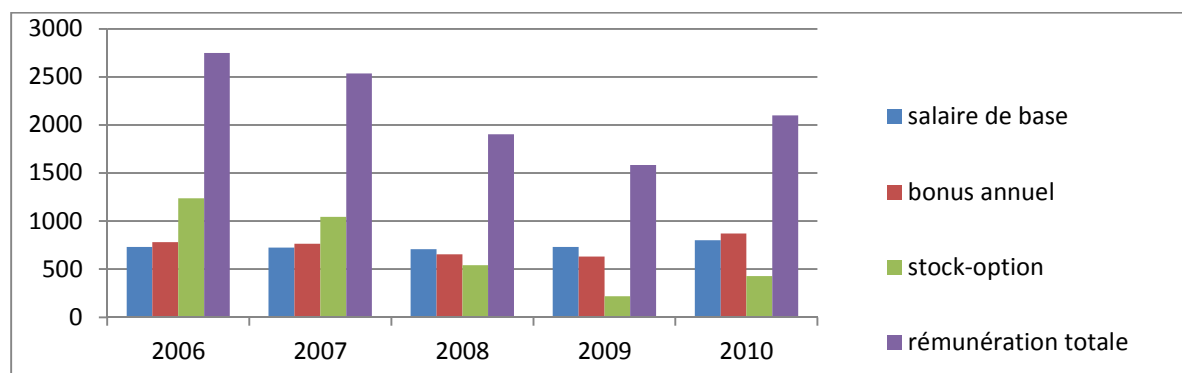
	Moyenne	Médiane	Ecart-type	Min	Max	Q1	Q2
Rem. Fixe (en K€)	738,971	700	377,262	41,435	2222,734	450	920
Bonus (en K€)	741,156	610	644,849	0	3064,149	250	1087,702
Sto. Opt (en K€)	688,701	0	1634,285	0	19622	0	819,848
Rem. Espece (en K€)	1480,18	1350	889,528	41,435	4039,221	758,393	2006,95
Rem. Totale (en K€)	2168,83	1600	2172,342	41,435	22214	920	2724
Pour.princp	20,77%	5,9%	25,79%	0%	93%	0%	37,8%

Avec :

Rem. Fixe= le salaire de base du dirigeant ; Bonus= la somme de bonus versé au dirigeant à t+1 ; Sto.opt= la valeur des stock-options attribuées au dirigeant i pour l'exercice t, valorisée selon la méthode de Black et Scholes (1976) ; Rem. Espece = la somme du salaire de base et de bonus annuel ; Rem. Totale= la rémunération globale attribuée au dirigeant ; Pour.princp= pourcentage de droits de vote détenus par le principal actionnaire.

En outre, l'analyse de l'évolution de la rémunération sur la période allant de 2006 à 2010 (Figure 1) montre une diminution de la rétribution globale des dirigeants à partir de 2007. Cette diminution est due essentiellement à la baisse du nombre d'options attribuées aux dirigeants. Ce résultat peut être expliqué par deux raisons. Premièrement, les stock-options ont été au cœur des scandales financiers dans plusieurs entreprises françaises. Deuxièmement, la comptabilisation des stock-options a alourdi les charges supportées par les firmes d'où une diminution de leurs résultats.

Figure 1 : Évolution de la rémunération des dirigeants du SBF 120 entre 2006-2010



3.2. Régression

Comme l'objectif de ce travail est d'étudier le lien entre la performance organisationnelle et les différentes formes de rémunération, trois régressions linéaires multiples ont été effectuées pour la rémunération globale ainsi que pour ses deux principales composantes (rémunération en espèces et rémunération en stock-options). Ainsi, trois modèles ont été estimés :

- Modèle 1 :

$$\Delta (\text{rémunération en espèce})_t = \alpha + \beta \Delta (\text{richesse des actionnaires})_t + \varepsilon$$

- Modèle 2 :

$$\Delta (\text{rémunération en stock-option})_t = \alpha + \beta \Delta (\text{richesse des actionnaires})_t + \varepsilon$$

- Modèle 3 :

$$\Delta (\text{rémunération globale})_t = \alpha + \beta \Delta (\text{richesse des actionnaires})_t + \varepsilon$$

L'estimation de β nous informe sur l'existence et l'intensité du lien entre la rétribution des dirigeants et la performance organisationnelle. Comme nous possédons des données dans le temps, nous menons une analyse économétrique sur données de panel. Généralement, la

double dimension des données de panel permet de rendre simultanément compte de la dynamique des comportements et de leur éventuelle hétérogénéité, ce qui n'est pas le cas avec les séries temporelles ou les coupes transversales. Cependant, l'un des grands problèmes d'une estimation sur données de panel est l'hétérogénéité des comportements des individus. Généralement, deux types de modèles sont adoptés afin de résoudre ce problème d'hétérogénéité : le modèle à effet fixe⁹ et le modèle à effet aléatoire¹⁰. Le test Hausman montre que les trois modèles de ce travail disposent d'un effet spécifique (effets aléatoires).

3.2.1. Résultats

Le Tableau 2 fournit les résultats de la régression de nos modèles. Nous avons opté pour le modèle à effet aléatoire. Le R^2 le plus pertinent, dans ce cas, est le R^2 *between*. Il s'agit de la mesure de la part de la variabilité inter-individuelle de la variable dépendante expliquée par celles des variables explicatives. Dans le cadre de ce travail, la valeur *between* est de 1,6% pour le modèle 1, de 10,82% pour le modèle 2 et de 7,72% pour le modèle 3, ce qui implique une qualité faible d'ajustement dans le groupe. Cependant, cette valeur demeure plus élevée que celle obtenue par Jensen et Murphy (1990) : 0,82% pour la rémunération en espèce et 1,57% pour la rémunération totale. Nos résultats montrent que le coefficient de la variable richesse des actionnaires ($\beta = 0,0124$) dans le modèle 1 est statistiquement significatif, indiquant une relation positive entre la rémunération en espèces et la performance de l'entreprise. Cependant, l'importance économique du coefficient estimé est faible. En effet, le dirigeant reçoit en moyenne un supplément de 12,4€ pour chaque augmentation de 1000€ de la richesse des actionnaires. Ce coefficient est toutefois supérieur à celui de Jensen et Murphy (1990) qui trouvent une sensibilité de la rémunération en espèces à la performance de l'ordre de 0,0001.

De même, la sensibilité de la rémunération globale du dirigeant à la richesse des actionnaires est positive, mais elle reste faible. En effet, lorsqu'on prend en compte la valeur des stock-options, la richesse des dirigeants français augmente de 31,7€ pour une variation de 1000€ de la valeur créée pour les actionnaires. Il faut cependant noter que le coefficient de la rémunération en stock-options, bien qu'étant positif, est non significatif. En plus, il est quasiment identique à celui de la rémunération en espèces. Or, d'après la théorie de l'agence, cette forme de rémunération est censée avoir un rôle plus important que les autres formes de

⁹ Il admet qu'il existe des spécificités individuelles (a_i) et temporelles (d_t) inobservables qui affectent la constante du modèle et expliquent en partie la variabilité de la variable dépendante (y_{it}).

¹⁰ Il admet la décomposition du terme d'erreur ε_{it} en trois composantes : un effet individuel (a_i), un effet temporel (d_t) et une erreur indépendante de ces deux effets, l'erreur idiosyncrasique.

rémunération dans la réduction des coûts d'agence et, par conséquent, dans l'amélioration de la performance de l'entreprise.

Tableau 2: Régression linéaire testant la relation entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise entre 2006 et 2010

	Modèle1		Modèle 2		Modèle 3	
	β	z	β	z	B	Z
Constante	5,771	0,18	-121,452	-1,58	-115,680	-1,30
Δ richesse des actionnaires	0,0124	2,89**	0,0192	1,85	0,0317	2,64**
Nombre d'observation	420		420		420	
Wald chi2	8,33**		3,44		6,94**	
R² within	0,0234		0,0320		0,0236	
R² between	0,016		0,1082		0,077	
R² overall	0 ,0195		0,0082		0,0163	
Sont reproduits dans ce tableau les coefficients de l'estimation linéaire (β) et les coefficients de régression (statistique de wald chi2 « z ») relatifs à chacune des variables incluses dans le modèle correspondant. *, **, *** indiquent une probabilité au seuil de 5%, 1% et 0,1% respectivement.						

Globalement, les résultats issus de cette première régression montrent le faible impact de la richesse des actionnaires sur la rémunération des dirigeants. Bebchuk et Fried (2004) expliquent la faiblesse de la corrélation entre la rémunération et la performance par le manque de lien avec l'action du seul dirigeant. En effet, la performance est une donnée composée de différents facteurs, dont l'action du dirigeant n'est qu'un aspect. Les circonstances extérieures (situation générale du marché, le secteur d'activité,...) peuvent avoir une grande importance dans l'évolution de la rémunération des dirigeants, qui ne sont pas seuls maîtres des indicateurs de performance. Ainsi, dans le cas où la rémunération serait indexée sur l'évolution du titre, le dirigeant peut bénéficier d'une augmentation de la rémunération, alors qu'il ne l'a peut-être pas méritée en raison de son manque d'action. De même, le dirigeant pourrait avoir une réduction de sa rémunération, alors qu'il a effectué tout ce qui était en son pouvoir pour que son action soit bénéfique à la société. Or, notre période d'étude est fortement marquée par l'éclatement de la crise financière¹¹. Cette dernière a remis sous le feu des projecteurs la question de la rémunération des dirigeants.

¹¹ Cette crise qui a débuté en 2007 sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque (*subprime*), ne s'est transformée en crise financière qu'avec le krach boursier de l'automne 2008.

3.2.2. Sensibilité de la rémunération à la performance : une comparaison entre France et Etats-Unis

Globalement, les résultats issus du contexte français sont compatibles avec les autres contextes qui montrent l'existence d'un lien entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises. Mentionnons cependant que cette sensibilité est plus importante en France que dans d'autres pays, en particulier les États-Unis (tableau 3). Ce résultat semble contredire l'explication politique proposée par Roe (2001). Selon cet auteur, c'est l'absence d'une idéologie social-démocrate qui explique l'existence de la firme managériale aux Etats-Unis et la possibilité d'un contrôle des coûts d'agence grâce à l'alignement des intérêts des dirigeants sur la valeur actionnariale. On devrait donc observer un recours plus important à une rémunération calquée sur la performance financière aux Etats-Unis (pays libéral) qu'en France. La rémunération des dirigeants devrait avoir un rôle plus incitatif aux Etats-Unis que dans les social-démocraties, telle que la France. Contrairement à la théorie politique de Roe (2001), nos résultats montrent que la sensibilité de la rémunération en France est plus forte que celle aux Etats-Unis.

Tableau 3 : une comparaison des principaux résultats sur la sensibilité de la rémunération des dirigeants

	Etats-Unis ¹²	Canada ¹³	Pays-Bas ¹⁴	Chine ¹⁵	Japon ¹⁶	France ¹⁷
Sensibilité de la rémunération en espèce à la performance	0,00013	0,00084	-	0,08	0,00000 7	0,0124
Sensibilité de la rémunération totale à la performance	0,00031	0,0001	-0 ,249	-0,04	-	0,0317

Conclusion

L'objectif de ce travail était de mettre en évidence le lien entre la rémunération des dirigeants et la performance des entreprises françaises. La revue de la littérature montre que, dans le cadre de la théorie de l'agence, la rémunération des dirigeants est considérée comme un

¹² Jensen et Murphy (1990)

¹³ Zhou (2001)

¹⁴ Duffhues et Rabin (2008)

¹⁵ Conyon et He (2011)

¹⁶ Kaplan (1994)

¹⁷ Nos résultats

mécanisme de gouvernance ayant pour rôle de résoudre les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants afin d'améliorer la performance de l'entreprise.

Néanmoins, la littérature ne s'est souvent attachée qu'à étudier le contexte anglo-saxon. En ce sens, cette recherche apporte un éclairage international puisqu'elle s'intéresse aux entreprises françaises, pour lesquelles les données sur la rémunération sont accessibles depuis très peu de temps seulement. Notre recherche constitue donc une avancée dans la généralisation des résultats sur la rémunération des dirigeants, grâce à un important travail de collecte de données.

Les résultats du test du modèle théorique démontrent trois points essentiels. Premièrement, nous validons l'hypothèse selon laquelle la rémunération des dirigeants des sociétés cotées françaises est positivement liée à la richesse des actionnaires. Deuxièmement, les résultats mettent en lumière le fait que la sensibilité des stock-options à la performance des entreprises est relativement faible dans le contexte français. Troisièmement, et contrairement aux prédictions de l'approche politique de Roe (2001), la rémunération globale des dirigeants en France a un effet incitatif plus important que dans le contexte libéral américain étudié par Jensen et Murphy. Ce résultat est contre-intuitif et montre vraisemblablement que le capitalisme français a connu des mutations importantes au cours des deux dernières décennies. Par ailleurs, il n'est pas invraisemblable que le fait même d'avoir obligé à rendre les rémunérations publiques influence les modes de rémunérations à travers, notamment, des effets de comparaison sociale. Cette étude, comme celles dont elle s'inspire, connaît des limites. Notamment, ce type d'approche caractérise simplement la nature de la rémunération en fonction de la valeur actionnariale, sans vraiment étudier le processus conduisant à la définition et à la mise en œuvre de la politique de rémunération des dirigeants. Ce processus reste encore largement méconnu. Une meilleure compréhension de ce processus permettrait de mieux comprendre les raisons derrière les caractéristiques de la rémunération et de son évolution dans le temps, ainsi que de son interaction avec les autres mécanismes qui composent le système de gouvernance dans son ensemble. De futures recherches devraient s'attaquer au chantier qui consisterait à étudier le processus d'élaboration de la politique de rémunération dans sa dimension dynamique et en considérant le rôle des divers acteurs qui y interviennent. Un tel travail sur le processus de prise de décision en matière de politique de rémunération en lien avec la gouvernance nécessiterait cependant, selon toute vraisemblance, un protocole empirique intégrant une forte dimension qualitative (Wirtz, 2000).

Bibliographie

- Albouy M. (2004), «Rémunération des dirigeants et performance boursière », *Analyse Financière*, n°10, p. 42-44.
- Alcouffe C. (2007), «Fondements et pratiques de la rémunération des dirigeants en France », *Problèmes économiques*, n°1394, p.5-11.
- Barkema H. G., Gomez-Mejia L. R. (1998), « Managerial compensation and Firm Performance: A general Research Framework », *Academy of Management Journal*, vol. 41, n°2, p. 135-145.
- Bebchuk, Lucian A. et Jesse M. Fried (2004), *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Broye G. et Schatt A. (2003), « Sous-évaluation à l'introduction et cessions d'actions par les actionnaires d'origine : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 2, p. 67-89.
- Buck T., Bruce A, Main B. et Udueni H (2003), « Long term incentive plans, executive pay and UK company performance», *Journal of Management Studies*, vol. 40, n°7, p. 1709–1721.
- Cordeiro J.J. et Veliyah R. (2003), « Beyond Pay for Performance: A Panel Study of the Determinants of CEO Compensation », *American Business Review*, vol. 21, n°1, p.56-66.
- Finkelstein S. et Boyd B. (1998), «How much does the ceo matter? The Role of Managerial Discretion in The Setting of CEO Compensation», *Academy of Management Journal*, vol. 41, n°2, p.179-200.
- Haid A. et Yurtoglu B. (2006), «The impact of ownership structure on executive compensation in Germany», *Conference Paper presented at the 32nd Conference of the European Association for Research in Industrial Economics (EARIE 2005), September 2005*,
- Hall B. J. et Liebman J. (1998), « Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? », *The Quarterly Journal of Economics*, vol.113, n°3, p. 653-651.
- Hubbard R., Vetter D.E. et Little E.L. (1998), «Replication in Strategic Management: Scientific Testing for Validity, Generalizability, and Usefulness», *Strategic Management Journal*, vol. 19, n°3, p. 243-254.
- Jensen M. C., Meckling W. H. (1976), « The theory of the firm: managerial Behavior, agency costs, and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n°3, p.305-360.
- Jensen M. C., Murphy K. J. (1990), « Performance pay and top-management incentives», *Journal of Political Economy*, vol. 98, n°2, p. 225-264.

- Kato T. et Kubo K. (2006), «CEO compensation and firm performance in Japan: evidence from new panel data on individual CEO pay», *Journal of Japanese and International Economies*, vol. 20, n°1, p. 1–19.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate ownership around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, n°2, p. 471–517.
- Roe M.J. (2000), « Political preconditions for separating ownership from corporate control », *Stanford Law Review*, vol. 53, n°3, p. 539-606.
- Roe M. (2001), « Les conditions politiques au développement de la firme managériale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 4, n° 1, mars 2001, p. 124-182.
- Wirtz P. (2000), « L'étude de cas : réflexions méthodologiques pour une meilleure compréhension du rôle de la comptabilité financière dans le gouvernement d'entreprise », *Comptabilité Contrôle Audit*, n° spécial, décembre, p. 121-135.
- Zhou X. (2000), «CEO pay, firm size, and corporate performance: evidence from Canada», *Canadian Journal of Economics*, vol. 33, p. 213–252.